

## 第二課 資産証券化

## 課前案例

宏觀公司是一上市公司，由於公司經營良好銷量頗多，故在大統銀行有應收帳款融資往來。一天，大統銀行林經理正好拜訪該公司白財務長。

白財務長說：「林經理，聽說友美公司有發行 ABCP，不知道 ABCP 是什麼產品？」


林經理說：「財務長，所謂 ABCP 是應收帳款證券化短期受益證券(Asset-Backed Commercial Paper，簡稱 ABCP)，該公司是將海內外應收帳款債權，信託給受託機構，並由受託機構據以發行受益證券募集資金，在為期 5 年的證券化期間內，約每 30 天發行一次短期票券，採循環式發行，發行上限為新臺幣 100 億元。」

白財務長：「林經理，我們公司也有很多的應收帳款，也可以發行 ABCP 嗎？」

林經理：「財務長，貴公司當然也可以發行 ABCP，不過目前屬於低利率時期，加以貴公司信評等級優良，所以，貴公司應收帳款融資利率比 CP 次級市場利率還低，應不需急於發行 ABCP，我會再 Email ABCP 相關的資料給您，若銀行貸款利率持續攀升，貨幣市場利率較低時，才要考慮發行 ABCP。」

白財務長：「有這麼一個籌資的管道，我以前都沒有注意到，謝謝您的說明，等到收到您的資料，我會好好地研究！」

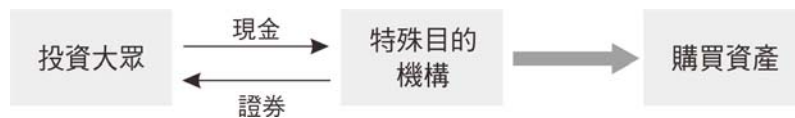
林經理：「財務長，貴公司若要發行 ABCP，本行一定會盡全力配合！」

 資產證券化概述

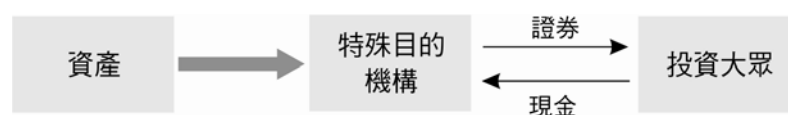
資產證券化係於 1970 年代發源於美國，早期之證券化標的以房貸抵押權為主，隨後不斷發展及演變，至今已擴及各種具有現金流量之資產，如商業不動產、汽車貸款、信用卡債權及租賃債權等。資產證券化之風潮也已從美國逐漸擴及於世界各地。

一般而言，資金之募集過程分為兩大類：

1. 以發行證券取得之資金來購買資產：先有資金再買資產（如不動產投資信託基金）



2. 以資產將來的現金流量發行證券取得之資金：先有資產再換取資金（如不動產資產信託基金）



先有資產再予證券化募集所需資金之過程，即稱為資產證券化。因此，資產證券化係指金融機構或其他機構將能產生現金流量的資產或債權匯集成群組，信託給特殊目的的信託機構（Special Purpose Trust, SPT）或讓與特殊目的公司（Special Purpose Company, SPC），由受託機構或特殊目的公司以該資產群組為基礎，經過適當的信用加強

(如由第三人保證或由受託機構提供超額擔保)，並分割成較小單位的證券，再出售給投資大眾的行為。

資產證券化對提供資產的機構而言，可以提高資產的流動性，對投資人而言，則可以提供另一投資管道。

### 資產證券化之發展簡史

1970 年美國「政府房貸協會」(Government National Mortgage Association, GNMA 常稱 Ginnie Mae) 首次發行房貸轉付證券 (Mortgage Pass Through, MPT)。該協會之房貸轉付證券僅限於由聯邦住宅局 (Federal Housing Administration, FHA)、退伍軍人局 (Veterans Administration, VA) 和農民住宅局 (Farmers Home Administration, FMHA) 所保證的房貸資產群組。

1980 年代，美國「聯邦住宅貸款抵押公司」(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC 常稱 Freddie Mac 房地美) 及美國「聯邦國民抵押貸款協會」(Federal National Mortgage Association, FNMA 常稱 Fannie Mae 房利美)，亦發行所謂的擔保房貸憑證 (Collateralized Mortgage Obligation, CMO) 其與房貸轉付證券最大的不同在於，房貸轉付證券只發行單一種類的證券，但房貸擔保憑證是發行多種類的證券，使證券化商品更加豐富。

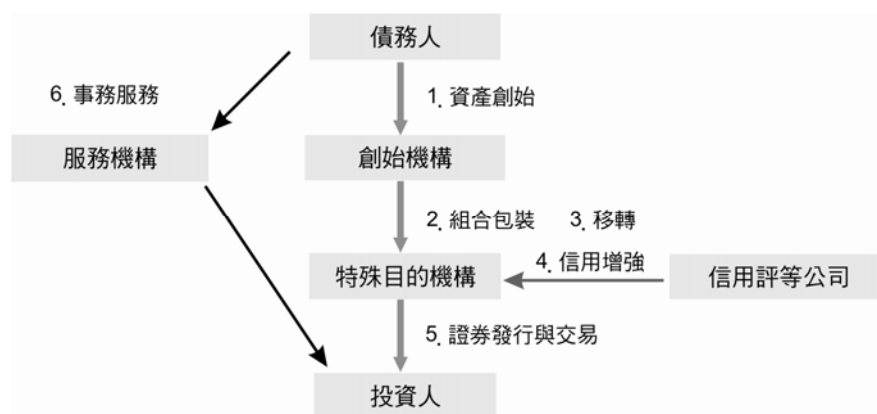
金融界有了不動產抵押貸款債權證券化的經驗，就將其應用到其他的金融資產上，如企業貸款債權及信用卡債權等。隨著證券化之標的物愈來愈多元後，除有金融資產為證券化標的外，也有以具穩定現金流量的商業不動產為標的。目前，資產證券化之標的物可分為兩大類：金融資產證券化及不動產證券化。金融資產證券化，主要是以金

融債權做為標的物；不動產證券化主要以不動產相關權利為標的物。臺灣於 2002 年及 2003 年分別通過「金融資產證券化條例」及「不動產證券化條例」來加以規範。

依據上述兩條例規定，資產證券化主要包括抵押貸款債權、企業貸款債權、信用卡債權、現金卡債權、債券債權、租賃債權及不動產等資產之證券化案；證券化之特殊目的機構則採特殊目的信託機構 (Special Purpose Trust, SPT) 或特殊目的公司 (Special Purpose Company, SPC) 兩種方式；不動產證券化則以先有資金或先有資產，區分為不動產投資信託 (即所謂之 REIT) 及不動產資產信託 (即 REAT) 兩類。

### ■ 資產證券化的流程

資產證券化係「創始機構」將可以產生現金流量的資產，移轉或交付信託給「特殊目的機構」，再由該機構向不特定人募集發行或向特定人私募資金，並交付受益證券或資產基礎證券之過程。資產證券化的流程共有以下六步驟：



### 1. 資產創始

資產創始是指創始機構取得對債務人的債權或取得不動產所有權，如銀行之房屋貸款債權、信用卡債權、應收帳款債權、其他金錢債權或不動產相關權利。被用來進行證券化的資產（或權利）稱為「創始資產」，提供資產以進行證券化的機構，稱為「創始機構」。

### 2. 資產組合包裝

將上述之資產標準化、規格化及組群化，並包裝成資產組合匯湊之資產池。

### 3. 資產移轉

以信託或買賣方式將資產池移轉給特殊目的機構（信託給特殊目的的信託機構或讓與特殊目的的公司）。

### 4. 信用增強及信用評等



為避免金融資產的收益不足清償，或能得到適當評等，藉由信用增強，提高信用等級。

### 5. 證券發行與交易

特殊目的信託機構或特殊目的公司以資產群組為基礎，發行受益證券或資產基礎證券，發行機構透過承銷商將證券化商品出售給投資人，如銀行、保險公司、退休基金、共同基金及個人，並在次級市場交易。

### 6. 事務處理及服務

服務機構辦理資產的管理處分及分派收益等工作。

 金融資產證券化 金融資產證券化之意義

金融資產證券化係創始機構將可以產生現金流量的金融資產，移轉或交付信託給特殊目的機構，再由該機構向不特定人募集發行或向特定人私募資金，並交付受益證券或資產基礎證券之過程。金融資產證券化並非僅指創始機構藉由處分其資產以實現債權，而是透過特殊目的機構以該資產做為基礎或擔保，再度或三度活用其資產之價值，以提高資金使用效率，故本質上為一種資產金融之觀念，屬於調度資金之新管道，不同於傳統之直接金融或間接金融。其目的主要有二：

1. 資金調度：例如將 20 年的房貸債權，透過證券化，可以立即實現。
2. 降低資產風險：金融機構將資產移轉給特殊目的公司，可以降低金融機構的風險性資產，符合資本適足性之要求。